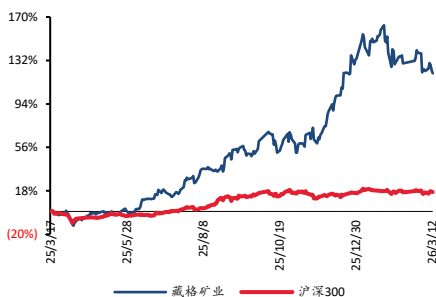


业绩高增长，投资收益持续提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	15.7/15.7
总市值/流通(亿元)	1,252.1/1,252.08
12 个月内最高/最低价(元)	97.28/31

相关研究报告

证券分析师：梁必果

电话：

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524010001

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522080001

事件：2026 年 3 月 14 日，公司发布 2025 年年报，报告期内公司实现收入 35.8 亿元，同比+10.0%；归母净利润 38.5 亿元，同比+49.3%；扣非净利润 40.3 亿元，同比+58.3%。其中，2025 年 Q4 公司实现收入 11.8 亿元，同比+26.7%，环比+62.5%；归母净利润 11.0 亿元，同比+54.7%，环比+15.9%；扣非净利润 12.7 亿元，同比+82.0%，环比+34.5%。2025 年公司 ROE 为 23.7%，同比+5.1pct；至报告期末资产负债率为 8.3%。此外，公司宣布派发现金红利 23.5 亿元，对应每股现金股利 1.5 元（含税）；公司于 2025 年 9 月 5 日完成 2025 年半年度权益分派，发放现金红利 15.7 亿元；两次现金红利合计 39.2 亿元，股利支付率达 102%。

氯化钾实现超产，成本显著优化。（1）产销：2025 年公司氯化钾销量/产量为 108.4/103.3 万吨，同比分别为+3.8%/-3.7%，实现超产；其中 2025Q4 氯化钾销量/产量为 30.1/33.2 万吨，环比分别为+21.2%/+53.2%。

（2）价、成本：2025 年公司氯化钾平均销售价格为 0.27 万元/吨（不含税），同比+28.6%；单位销售成本为 0.10 万元/吨，同比-17.6%；藏格钾肥通过工艺升级、技术革新、设备改造，推动资源循环利用等一系列举措，从生产端有效降低了综合成本。

阶段性停产影响全年产量，2025Q4 产销恢复正常。（1）产销：2025 年公司碳酸锂销量/产量为 0.90/0.88 万吨，同比分别为-34.1%/-23.8%，产量下滑主要系藏格锂业于 2025 年 7 月 16 日停产，随着后续公司完成锂矿矿种手续办理，藏格锂业于 2025 年 10 月 11 日复产；2025Q4 公司碳酸锂销量/产量为 0.42/0.28 万吨，环比分别为+1159.7%/+227.5%，产销恢复正常。（2）价、成本：2025 年公司碳酸锂平均销售价格为 6.6 万元/吨（不含税），同比-12.0%；单位销售成本为 4.3 万元/吨，同比+5.1%，在阶段性停产影响下，公司成本端维持较低水平。

投资收益显著提升，巨龙铜矿成长空间广阔。2025 年公司参股 30.78% 的巨龙铜矿销量/产量为 19.4/19.4 万吨，实现营业收入/净利润为 166.6/91.4 亿元，公司取得投资收益 27.8 亿元，同比+44.3%，占公司归母净利润的 72.2%。2026 年 1 月 23 日，巨龙二期建成投产，在现有 15 万吨/日采基础上，新增 20 万吨/日采规模，巨龙铜矿的矿产铜年产量将从 2025 年的 19 万吨提升至 30-35 万吨，矿产铜产量将从 2025 年的 0.8 万吨提升至约 1.3 万吨，矿产银产量将从 2025 年的 109 吨提升至约 230 吨。巨龙铜业正在规划三期工程，境界内可供开发的铜储量超 2000 万吨，每年采选矿石量将达约 2 亿吨规模，届时巨龙铜矿整体年产量有望达 60 万吨，成为本世纪采选规模最大的单体铜矿。

重点项目稳步推进，2026 年目标指引锂、铜业务快速增长。（1）西藏麻米措盐湖项目：麻米措盐湖拥有氯化锂储量 250 万吨，折碳酸锂 218 万吨；该项目采用吸附法+膜分离等先进提锂技术，拟分两期建设 10 万吨/年碳酸锂产能，首期为 5 万吨/年，预计于 2026Q3 投产，全年碳酸锂产量预计 2-2.5 万吨，公司对应权益产量约 0.5-0.6 万吨。（2）老挝钾盐矿项目：公司持有老挝发展和老挝塞塔尼 70% 股权，老挝发展拥有氯化钾资

源量 9.84 亿吨，项目总体规划氯化钾产量 200 万吨/年，其中一期为 100 万吨/年。(3) 2026 年生产目标：2026 年公司计划生产氯化钾 100 万吨，工业盐 150 万吨；计划生产电池级碳酸锂 1.64 万吨，其中藏格锂业预计生产 1.1 万吨，麻米措矿业贡献权益产量约 0.54 万吨；巨龙铜业预计铜精矿产量为 30 万吨-31 万吨，公司享有权益产量约 9.23 万吨-9.54 万吨，碳酸锂、铜项目产量有望快速增长。

投资建议：我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 70.9/87.8/98.8 亿元。公司氯化钾成本控制能力优异、碳酸锂有望快速增长、参股的巨龙铜矿持续扩产，公司成长空间较大。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：价格大幅下跌；项目进度不及预期；成本超预期上涨

■ 盈利预测和财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,577	4,689	5,717	7,252
营业收入增长率(%)	10.03%	31.09%	21.94%	26.85%
归母净利（百万元）	3,852	7,087	8,778	9,884
净利润增长率(%)	49.32%	83.98%	23.85%	12.60%
摊薄每股收益（元）	2.45	4.51	5.59	6.29
市盈率（PE）	32.50	17.67	14.26	12.67

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	888	1,972	1,795	2,205	2,504
应收和预付款项	69	60	65	88	108
存货	427	437	472	571	743
其他流动资产	703	511	854	791	865
流动资产合计	2,087	2,979	3,186	3,655	4,220
长期股权投资	6,056	7,296	7,296	7,296	7,296
投资性房地产	11	5	5	5	5
固定资产	2,532	2,197	1,932	1,667	1,403
在建工程	106	70	70	70	70
无形资产开发支出	704	649	649	649	649
长期待摊费用	22	14	14	14	14
其他非流动资产	5,653	7,460	7,667	8,136	8,701
资产总计	15,083	17,692	17,634	17,839	18,139
短期借款	20	0	0	0	0
应付和预收款项	431	362	398	506	633
长期借款	0	230	230	230	230
其他负债	786	884	946	1,067	1,269
负债合计	1,236	1,477	1,573	1,803	2,132
股本	1,580	1,570	1,570	1,570	1,570
资本公积	2,221	1,920	1,920	1,920	1,920
留存收益	10,466	12,750	12,620	12,460	12,281
归母公司股东权益	13,865	16,244	16,113	15,954	15,775
少数股东权益	-18	-28	-52	81	232
股东权益合计	13,847	16,215	16,061	16,035	16,006
负债和股东权益	15,083	17,692	17,634	17,839	18,139

现金流量表（百万）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营性现金流	919	2,100	1,676	2,415	2,908
投资性现金流	-31	337	5,365	6,932	7,455
融资性现金流	-1,621	-1,322	-7,216	-8,937	-10,064
现金增加额	-733	1,115	-177	410	299

利润表（百万）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,251	3,577	4,689	5,717	7,252
营业成本	1,791	1,458	1,743	2,117	2,653
营业税金及附加	353	259	371	496	576
销售费用	51	49	61	81	99
管理费用	247	280	325	426	537
财务费用	3	6	0	0	0
资产减值损失	-48	-11	0	0	0
投资收益	2,070	2,680	5,533	7,090	7,615
公允价值变动	4	16	0	0	0
营业利润	2,855	4,216	7,719	9,690	11,006
其他非经营损益	-147	-161	-168	-159	-163
利润总额	2,709	4,055	7,550	9,531	10,844
所得税	139	218	487	620	809
净利润	2,569	3,837	7,063	8,911	10,035
少数股东损益	-11	-15	-24	134	151
归母股东净利润	2,580	3,852	7,087	8,778	9,884

预测指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
毛利率	44.91%	59.24%	62.83%	62.96%	63.43%
销售净利率	79.36%	107.71%	151.16%	153.53%	136.29%
销售收入增长率	-37.79%	10.03%	31.09%	21.94%	26.85%
EBIT 增长率	-70.23%	84.42%	391.91%	26.23%	13.77%
净利润增长率	-24.56%	49.32%	83.98%	23.85%	12.60%
ROE	18.61%	23.72%	43.98%	55.02%	62.66%
ROA	17.61%	23.42%	39.99%	50.24%	55.78%
ROIC	5.69%	8.83%	43.33%	54.75%	61.76%
EPS (X)	1.64	2.45	4.51	5.59	6.29
PE (X)	48.53	32.50	17.67	14.26	12.67
PB (X)	9.03	7.71	7.77	7.85	7.94
PS (X)	38.52	35.01	26.70	21.90	17.26
EV/EBITDA (X)	33.31	65.77	15.82	12.58	11.07

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。